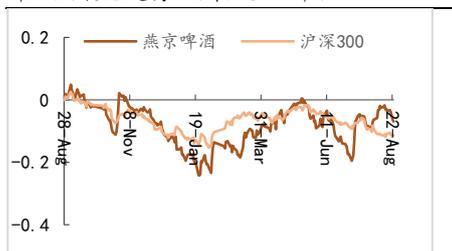


评级： 买入

赵瑞
分析师
SAC 执证编号：S0110522120001
zhaorui@sczq.com.cn

市场指数走势（最近1年）



资料来源：聚源数据

公司基本数据

最新收盘价(元)	9.46
一年内最高/最低价(元)	10.67/7.49
市盈率(当前)	29.99
市净率(当前)	1.83
总股本(亿股)	28.19
总市值(亿元)	266.63

资料来源：聚源数据

相关研究

- 高端化稳步推进，经营效率持续提升

核心观点

- **事件：**公司发布 2024 年半年报，24H1 公司营业收入 80.46 亿元，同比增长 5.52%；归母净利润 7.58 亿元，同比增长 47.54%；扣非归母净利润 7.41 亿元，同比增长 69.12%。对应 24Q2 公司营业收入 44.59 亿元，同比增长 8.79%；归母净利润 6.56 亿元，同比增长 45.91%；扣非归母净利润 6.38 亿元，同比增长 67.26%。
- **产品高端化趋势持续，U8 大单品稳健增长。**1) 分产品：24H1 中高档产品/普通产品营收分别为 50.64/23.24 亿元，同比+10.61%/-6.41%。24H1 中高档产品占比 68.5%，同比提升 3.7pct，预计 U8 大单品保持稳健增长，带动中高档产品营收占比提升，产品结构延续升级趋势。2) 分渠道：传统渠道/KA 渠道/电商渠道营收分别为 70.64/2.20/1.04 亿元，同比+5.54%/-23.44%/+28.11%。传统渠道增速平稳，电商渠道快速增长。
- **盈利水平同比提升较为显著。**24H1 公司毛利率 43.36%，同比+1.81pct。量价拆分来看，24H1 公司啤酒销售量同比+0.63%，吨价同比+3.97%，吨成本同比-1.13%。毛利率同比上升预计主要由于高毛利中高档产品占比提升，以及原材料成本红利持续显现。24H1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 10.87%/11.41%/1.66%/-1.26%，同比+0.05/-0.96/-0.81/-0.14pct，管理费用率下降较为明显，主要由于职工薪酬和折旧摊销费用同比表现回落，公司降本增效持续推进。24H1 归母净利率 9.42%，同比+2.68pct，净利率水平提升较为显著。
- **大单品战略持续推进，改革红利有望释放。**产品方面，公司坚定推进大单品战略，形成燕京 U8 核心大单品与特色产品组合的产品矩阵，不断推动产品结构提升和价格体系优化。渠道方面，公司加大区域市场深耕力度，不断提升渠道覆盖率和渗透率，持续巩固市场地位，并积极拓展新市场及新渠道。此外，公司通过提升管理质效、优化运营效能，持续深化内部变革，未来利润弹性有望进一步显现。
- **投资建议：**根据 2024 年上半年公司经营情况，我们调整盈利预测，预计 2024、2025、2026 年公司归母净利润分别为 9.7 亿元、12.7 亿元、15.4 亿元，同比分别增长 50%、31%、21%，当前股价对应 PE 分别为 28、21、17 倍。维持买入评级。
- **风险提示：**宏观经济波动风险，食品安全风险。

盈利预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营收(亿元)	142.1	151.2	160.7	169.8
营收增速(%)	7.7	6.4	6.3	5.7
归母净利润(亿元)	6.4	9.7	12.7	15.4
归母净利润增速(%)	83.0	50.1	31.4	21.0
EPS(元/股)	0.23	0.34	0.45	0.55
PE	41.4	27.5	21.0	17.3

资料来源：Wind，首创证券

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	11555	12779	14629	16588	经营活动现金流	1408	1743	2027	2316
现金	7212	8457	10208	12048	净利润	645	968	1272	1539
应收账款	205	199	212	224	折旧摊销	699	750	707	669
其它应收款	36	38	41	43	财务费用	-116	-200	-220	-240
预付账款	147	147	149	153	投资损失	-43	-100	-100	-100
存货	3864	3842	3916	4011	营运资金变动	53	11	-47	-54
其他	89	95	101	107	其它	-41	-1	1	1
非流动资产	9676	9182	8742	8359	投资活动现金流	-916	-156	-166	-186
长期投资	576	576	576	576	资本支出	-533	-255	-265	-285
固定资产	7664	7274	6926	6627	长期投资	125	0	0	0
无形资产	1083	980	887	803	其他	-508	100	100	100
其他	174	174	174	174	筹资活动现金流	-164	-343	-110	-292
资产总计	21231	21962	23371	24947	短期借款	540	280	373	398
流动负债	6263	5992	6138	6229	长期借款	-20	-1	0	0
短期借款	540	280	373	398	其他	-6	-282	-423	-556
应付账款	1239	1235	1259	1289	现金净增加额	328	1245	1752	1839
其他	83	83	84	86					
非流动负债	191	191	191	191	主要财务比率				
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	189	189	189	189	营业收入	7.7%	6.4%	6.3%	5.7%
负债合计	6454	6183	6329	6420	营业利润	48.2%	57.7%	32.3%	21.4%
少数股东权益	932	1248	1662	2164	归属母公司净利润	83.0%	50.1%	31.4%	21.0%
归属母公司股东权益	13845	14531	15380	16363	获利能力				
负债和股东权益	21231	21962	23371	24947	毛利率	37.6%	41.6%	44.0%	45.7%
					净利率	4.5%	6.4%	7.9%	9.1%
					ROE	4.7%	6.7%	8.3%	9.4%
					ROIC	4.3%	6.8%	8.5%	9.6%
利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	偿债能力				
营业收入	14213	15118	16066	16985	资产负债率	30.4%	28.2%	27.1%	25.7%
营业成本	8865	8834	9005	9223	净负债比率	2.5%	1.3%	1.6%	1.6%
营业税金及附加	1221	1299	1380	1459	流动比率	1.85	2.13	2.38	2.66
营业费用	1575	1678	1783	1885	速动比率	1.23	1.49	1.75	2.02
研发费用	246	272	289	306	营运能力				
管理费用	1620	1663	1735	1800	总资产周转率	0.67	0.69	0.69	0.68
财务费用	-168	-200	-220	-240	应收账款周转率	70.86	74.09	77.50	77.31
资产减值损失	-56	-56	-56	-56	应付账款周转率	6.12	7.14	7.22	7.24
公允价值变动收益	0	0	0	0	每股指标(元)				
投资净收益	226	100	100	100	每股收益	0.23	0.34	0.45	0.55
营业利润	1025	1616	2138	2595	每股经营现金	0.50	0.62	0.72	0.82
营业外收入	19	19	19	19	每股净资产	4.91	5.16	5.46	5.81
营业外支出	5	5	5	5	估值比率				
利润总额	1039	1630	2152	2609	P/E	41.4	27.5	21.0	17.3
所得税	184	347	465	569	P/B	1.9	1.8	1.7	1.6
净利润	855	1284	1687	2041					
少数股东损益	210	316	415	502					
归属母公司净利润	645	968	1272	1539					
EBITDA	1514	2166	2625	3024					
EPS (元)	0.23	0.34	0.45	0.55					

分析师简介

赵瑞，食品饮料及农业行业分析师，复旦大学金融硕士，曾就职于国泰君安证券，2022年11月加入首创证券研究发展部。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	股票投资评级	买入 相对沪深300指数涨幅15%以上
		增持 相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
		中性 相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
		减持 相对沪深300指数跌幅5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
		中性 行业与整体市场表现基本持平
		看淡 行业弱于整体市场表现